

## **ПРОБЛЕМЫ ИНСТИТУТА ПРИВАТИЗАЦИИ: «ИНСАЙДЕРСКАЯ РЕНТА» КАК ФАКТОР КРИЗИСА ПРЕДПРИЯТИЙ**

**Байнев В.Ф., БГУ**

Анализируя и характеризуя наиболее значимые итоги XX в., специалисты в сфере экономических отношений, как правило, отмечают, что ушедшее столетие по праву считается периодом развития и установления бесспорного господства в мировой экономике корпоративных форм капитала. Процессы экономического реформирования в странах постсоветского пространства также объективно ведут к тому, что акционерные общества (АО) становятся наиболее распространенной организационно-правовой формой хозяйственной деятельности в переходных экономиках этих стран. Однако вследствие беспрецедентной глубины и продолжительности социально-экономических кризисов в целом ряде переходных стран об успехах приватизации, на которую возлагались исключительно большие надежды, говорить пока не приходится. Так, например, в России, где осталось менее 4% государственных предприятий (по данному показателю Россия является «самой рыночной» страной мира) и за период реформ создано около 31 тыс. АО, в настоящее время более 55 млн. граждан (в т.ч. 10 млн. работающих!) относятся к категории бедных, а средний заработок по стране, исчисленный даже с учетом супердоходов избранных и обласканных реформами граждан, отстает от дореформенных времен на 40%. Констатируемый официальной статистикой экономический рост в России надо воспринимать, скорее, как стремительное углубление кризиса, поскольку на фоне невероятно благоприятной для России конъюнктуры на энергетическом рынке, этот показатель должен быть по меньшей мере в 1,5–2 раза выше.

В связи с этим исследователи проблем переходных экономик в последнее время все чаще и чаще задаются вопросом: *почему приватизация и акционирование, обеспечившие процветание целого ряда стран, оказываются бессильными в преодолении экономического кризиса в России и некоторых других переходных экономиках?* Думается, что ответ на этот вопрос будет небезынтересен и для специалистов Республики Беларусь, которую вероятно в ближайшие годы ожидает масштабное акционирование предприятий.

В числе основных причин неудач рыночного трансформирования в ряде переходных стран исследователи уверенно называют проблемы

корпоративного управления, которые в последнее время начали причислять к числу фундаментальных недостатков рынка. Основные признаки неэффективности корпоративного управления достаточно хорошо изучены и описаны в целом ряде зарубежных и отечественных публикаций, в т.ч. подготовленных экспертами по странам с переходной экономикой Всемирного банка и Института Уильяма Дэвидсона (США). Эта неэффективность связана с тем, что из числа равноправных с точки зрения корпоративного законодательства совладельцев АО по тем или иным причинам выделяются акционеры, именуемые в экономической литературе *инсайдерами*, которые имеют существенно большее воздействие на хозяйственную деятельность принадлежащих им организаций, чем другие, ущемленные в правах учредители – *аутсайдеры*, или *миноритарные акционеры*. Обозначенное расслоение возникает в тех случаях, когда инсайдерам принадлежат контрольные (блокирующие) пакеты акций или даже сравнительно небольшое число акций (5–15 % от их общего числа) в условиях значительного распыления прав собственности среди множества миноритарных акционеров. Данные условия обеспечивают владельцам таких пакетов возможность назначать руководителей, определять стратегию и тактику развития организации, т.е. оказывать определяющее воздействие на все стороны хозяйственной деятельности АО.

В итоге назначаемый инсайдерами и потому реализующий их интересы высший менеджмент АО, используя свое право принимать оперативные управленческие решения и заключать сделки от имени организации, может так размещать ее капитал, что основная масса миноритарных акционеров теряет ресурсы. Специфика данных хозяйственных операций, именуемых в экономической литературе *инсайдерскими*, заключается в том, что получившие контроль над АО инсайдеры организуют трансформацию активов предприятия в свои личные доходы, ничего общего не имеющие с легальными дивидендами. Иными словами, акционеры-инсайдеры стремятся максимально полно использовать в личных, корыстных интересах как свою, так и чужую, принадлежащую миноритарным совладельцам долю активов предприятия. Решая эту задачу, они как правило принуждают подконтрольных им менеджеров действовать вопреки интересам возглавляемых ими компаний и трансформировать прибыль последних в дополнительные доходы инсайдеров, составляющие сущность так называемой *инсайдерской ренты*.

В числе наиболее распространенных механизмов возникновения инсайдерской ренты, однозначно связанной с истощением ресурсов АО, называют: трансфертное ценообразование, связанное с приобретением сырья и/или реализацией продукции через связанные с инсайдерами коммерческие структуры по ценам соответственно выше и/или ниже рыночных; возврат инсайдерам части потерянных АО в результате инсайдерских операций ресурсов в виде «откатов»; прямое

финансирование за счет АО связанного с инсайдерами бизнеса (участие в создании уставных фондов связанных с инсайдерами организаций, «прокурчивание» ресурсов АО в коммерческих структурах, долгосрочные финансовые вложения в ценные бумаги и т.п.) и т.д.

В развитых странах, имеющих многолетний опыт функционирования рыночных институтов, данные виды хозяйственных операций являются уголовно наказуемыми деяниями. В переходных странах в условиях неразвитого корпоративного законодательства инсайдерские операции (их еще называют сделками менеджеров самих с собой, или внутренними сделками) приобрели грандиозный размах, что и послужило одной из важнейших причин неэффективности АО и кризисных процессов в целом ряде национальных экономик. По различным оценкам в России ущерб от инсайдерских операций за годы реформ составил от 400 млрд. до 1 трлн. USD.

Для оценки величины инсайдерской ренты на уровне АО в качестве отправных пунктов можно воспользоваться упрощенной формой уравнения «сохранения стоимости» Коупленда, а также теоремой Модильяни-Миллера («ММ-теоремой»). В частности, классически реальная стоимость компании  $TV$  определяется:

$$TV = \sum_{t=1}^K \left( \frac{C_t - I_t}{(1+r)^t} + \frac{F_t}{(1+R)^t} \right), \quad (1)$$

где  $K$  – число лет функционирования АО ( $K \rightarrow \infty$ );  $r$  – ставка дисконтирования, определяемая доходностью операционной деятельности фирмы;  $R$  – ставка дисконтирования, определяемая доходностью альтернативных краткосрочных финансовых вложений;  $C_t$  – выручка АО за период  $t$ ;  $I_t$  – инвестиции фирмы за тот же период, понимаемые в самом широком смысле этого термина (включая текущие затраты на ее функционирование);  $F_t$  – чистый денежный поток от финансовой деятельности фирмы.

Однако оцениваемая (1) реальная стоимость компании известна только инсайдерам, поскольку в состав только их «экономических дивидендов» входят скрытые от аутсайдеров дополнительные доходы – инсайдерская рента. Для миноритарных акционеров стоимость компании  $TV_{ayr}$  оказывается меньше на дисконтированную величину нелегальных доходов инсайдеров:

$$TV_{ayr} = \sum_{t=1}^K \left( \frac{C_t - I_t - T_t}{(1+r)^t} + \frac{F_t}{(1+R)^t} \right), \quad (2)$$

или с учетом (1):

$$TV_{ayr} = TV - \sum_{t=1}^K \frac{T_t}{(1+r)^t}, \quad (3)$$

где  $T_t$  – дополнительные нелегальные доходы инсайдеров.

Согласно предложенной нами экономико-математической модели распределения стоимости АО между инсайдерами и миноритарными акционерами часть его стоимости, принадлежащая непосредственно аутсайдерам, может быть вычислена:

$$V_{aут} = \frac{N_{aут}}{N} \cdot TV - \frac{N_{aут}}{N} \cdot \sum_{t=1}^K \frac{T_t}{(1+r)^t}, \quad (4)$$

где  $V_{aут}$  – часть реальной стоимости АО, принадлежащая непосредственно миноритарным акционерам;  $N_{aут}$  – число акций, принадлежащих аутсайдерам;  $N$  – общее число акций АО.

С другой стороны, на долю инсайдеров приходится часть стоимости предприятия  $V_{ин}$ , которая вследствие присвоения ими скрытых от миноритарных совладельцев доходов оказывается большей по сравнению со случаем справедливого распределения доходов на величину инсайдерской ренты (второе слагаемое выражения):

$$V_{ин} = \frac{N_{ин}}{N} \cdot TV + \left( \frac{N_{aут}}{N} - \beta \right) \cdot \sum_{t=1}^K \frac{T_t}{(1+r)^t}, \quad (5)$$

где  $N_{ин}$  – число акций, принадлежащих инсайдерам;  $\beta$  – доля скрытых от миноритарных акционеров доходов, передаваемая лицам, не являющимся акционерами, в качестве вознаграждения за их услуги по осуществлению инсайдерских операций (дополнительное вознаграждение менеджеров, средства на подкуп чиновников, доля контрагентов в прибыли от осуществления инсайдерских сделок и т.п.).

Анализ предложенной экономико-математической модели распределения стоимости АО между мажоритарными и миноритарными акционерами позволяет охарактеризовать наиболее вероятную стратегию поведения инсайдеров и ее влияние на развитие и стоимость организации в целом. При осуществлении этого анализа необходимо исходить из того, что инсайдеры, фактически управляющие фирмой, заинтересованы в возрастании принадлежащей им части ее стоимости за счет соответствующего снижения стоимости акций, находящихся во владении аутсайдеров. Это обстоятельство приводит к целому ряду крайне негативных для АО и национальной экономики моментов, в числе которых:

1. «Вымывание» у предприятий их основного и оборотного капитала, в том числе путем его экспорта за рубеж через учрежденные инсайдерами оффшорные структуры (последнее обстоятельство приводит к выводу из-под налогообложения огромные доходы). По мнению целого ряда специалистов именно масштабность инсайдерских операций является основной причиной банкротства большинства АО и, в конечном счете, – важнейшей предпосылкой провала приватизации и углубления кризисов в переходных странах.

2. Наличие у инсайдеров стимула через подконтрольный им менеджмент управлять компанией так, чтобы ее реальная стоимость  $TV$

была занижена. Стремление снизить общую стоимость фирмы и тем самым «высвободить» ресурсы для расширения масштабов инсайдерских операций побуждает менеджмент отказываться от выгодных финансовых операций АО на фондовом рынке, трансформировать выручку в инсайдерскую ренту и неоправданно завышать текущие затраты. Все это приводит к невыплатам дивидендов по обыкновенным акциям и снижению инвестиционной привлекательности компании, истощению ее ресурсов, занижению и сокрытию прибыли, уклонению от налогов, вывозу капитала за рубеж и т.п.

3. Поскольку инсайдерам нет смысла продавать акции, которые наряду с легальными дивидендами обеспечивают им еще и инсайдерскую ренту, то на фондовом рынке АО представлено в основном обесцененными акциями аутсайдеров. В итоге рыночная стоимость такой компании оказывается существенно заниженной по сравнению с ее реальной стоимостью. Кстати, величина этого разрыва может косвенно свидетельствовать о масштабах инсайдерской ренты. Даже в странах с устоявшимися нормами ведения бизнеса средняя надбавка к цене каждой акции при продаже ее в рамках контрольного пакета составляет в Великобритании – 13,3 %, в Канаде – 23,3 %, в Швейцарии – 27 %, в Израиле – 45,5 %, в Италии – 81 %. В США при продаже даже неконтрольного пакета, дающего определенные возможности в присвоении инсайдерской ренты, каждая ценная бумага стоит в среднем на 10,5 % дороже, чем когда она реализуется вне такого пакета.

В переходных странах разрыв между реальной и рыночной стоимостью компании (и соответственно величина инсайдерской ренты) нередко достигает грандиозных размеров (десятки и даже тысячи раз). Снижение рыночной оценки фирмы по отношению к ее реальной стоимости в несколько раз с большой вероятностью свидетельствует о том, что данная организация является инструментом по производству огромной инсайдерской ренты. Именно этим обстоятельством объясняется низкая капитализация, малая инвестиционная привлекательность и заниженная рыночная стоимость многих компаний в странах постсоветского лагеря.

4. Поскольку величина инсайдерской ренты существенно возрастает при увеличении доли акций, принадлежащих миноритарным акционерам, то инсайдеры изначально заинтересованы в «разводнении» капитала аутсайдеров. Именно этим обстоятельством объясняются неудачи рыночных реформ в странах, где была проведена «справедливая» чековая (ваучерная) приватизация, породившая не реальных собственников, а миллионы мелких акционеров, явившихся легкой добычей потенциальных инсайдеров.

Таким образом, изъятие из хозяйственного оборота предприятия части его прибыли в виде инсайдерской ренты в любой ее форме неизбежно приводит к истощению ресурсов подконтрольного инсайдерам



АО, постепенной замене его оборотных средств и собственного капитала кредиторской задолженностью и, в конечном счете, – к нарастанию угрозы банкротства. В масштабах страны подобные процессы предопределяют нарастание глубокого социально-экономического кризиса в реальном секторе экономики, что наблюдается в целом ряде переходных стран.

В условиях переходной экономики, когда регулирующие рыночные институты (фондовый рынок, корпоративное законодательство и т.д.) недостаточно развиты, на первый план при решении инсайдерской проблемы выходят внутренние механизмы повышения эффективности корпоративного управления – *эффективная работа наблюдательного совета, осознанное участие акционеров в управлении компанией и стимулирование менеджеров действовать в интересах АО*. Однако, по мнению глубоко изучавших этот вопрос специалистов (С. Валдайцев и др.), инсайдерская проблема до настоящего времени не имеет удовлетворительного теоретического решения.

## **ФУНКЦИОНАЛЬНО-ДЕЯТЕЛЬНОСТНЫЙ ПОДХОД В МЕТОДОЛОГИИ ПОЛИТИЧЕСКОЙ ЭКОНОМИИ (НА ПРИМЕРЕ ТЕОРИИ СОБСТВЕННОСТИ)**

**Медведев Е.К., ИЭ НАН Беларуси**

Дальнейшее развитие экономической теории возможно только путем совершенствования ее методологического аппарата через обогащение содержания категорий, уточнение мировоззренческих оснований и ассимиляции результатов исследований смежных гуманитарных наук. Существенное значение в данном контексте имеет включение в методологический фундамент политэкономии функционально-деятельностного подхода, который привносит в научное исследование ярко выраженный субъектный аспект. Рассмотрим результаты применения такого подхода на примере теории собственности.

1. В рамках научного постижения собственности важнейшей теоретической задачей является и строгое разграничение (на уровне абстрактного), и последующий синтез (при восхождении к конкретному) экономической и юридической сторон собственности. В теоретическом плане, это означает, что более адекватно экономические реалии отражает теория неoinституционализма, которая в современных условиях является одним из наиболее широко распространенных вариантов синтеза правовой интерпретации собственности и ее анализа как экономических отношений. Однако при этом институты собственности рассматриваются преимущественно в русле “юридического мировоззрения”, полагающего,